

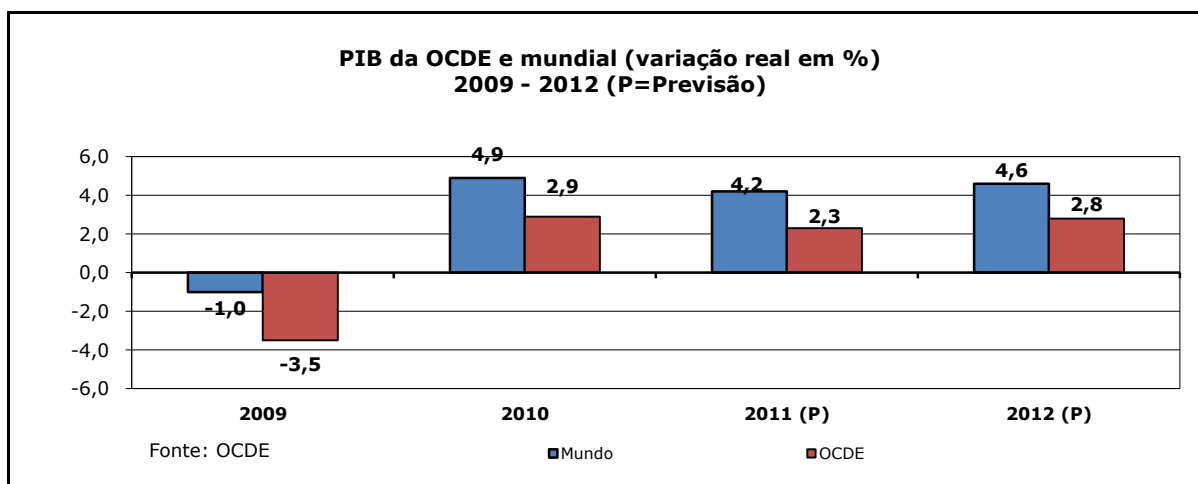
CONJUNTURA ECONÓMICA

- Maio 2011 -

Nota: até final de Maio, a CIP divulgará o **Relatório Trimestral de Economia de Maio de 2011 (nº1)**, que desenvolve em maior detalhe os temas desta síntese de conjuntura, nomeadamente as medidas do acordo de ajuda externa.

MUNDO

No dia 25 de Maio, a **OCDE** anunciou as suas **previsões económicas de Primavera**. A organização prevê que o **PIB da OCDE** cresça 2.3% em 2011 e 2.8% em 2012, em termos reais, bastante menos do que o **PIB mundial** (4.2% em 2011 e 4.6% em 2012, valor que comparam com as projecções de 4.4% e 4.5% do FMI, divulgadas a 11 de Abril). Segundo a OCDE, a retoma da actividade económica começa a tornar-se auto-sustentada, com as exportações e o investimento a substituírem gradualmente os estímulos fiscais e monetários como propulsores do crescimento económico.

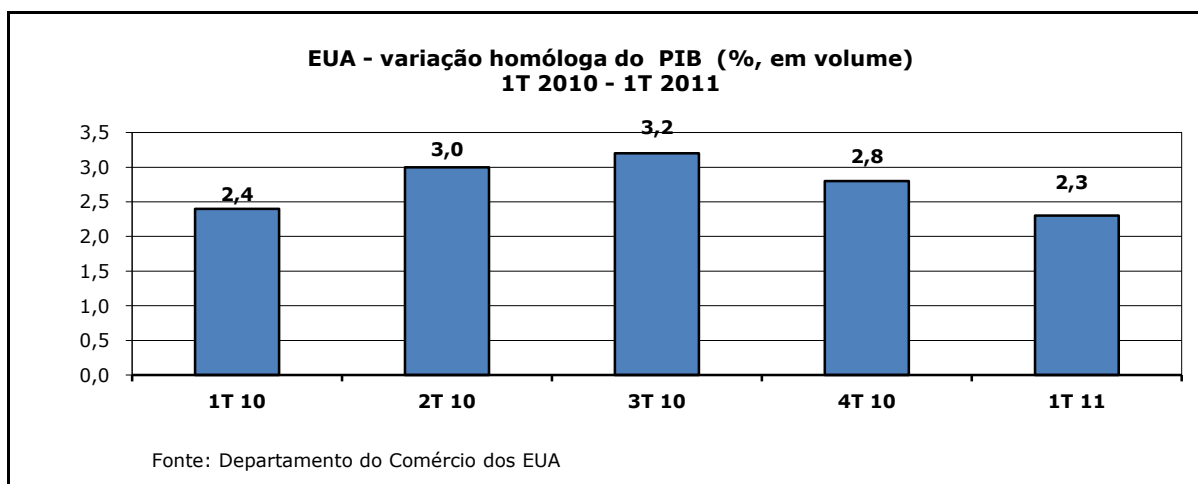


Salientam-se ainda as previsões de crescimento do **comércio mundial** de 8.1% em 2011 e 8.4% em 2012, acima das do FMI (7.4% e 6.9%, respectivamente).

EUA

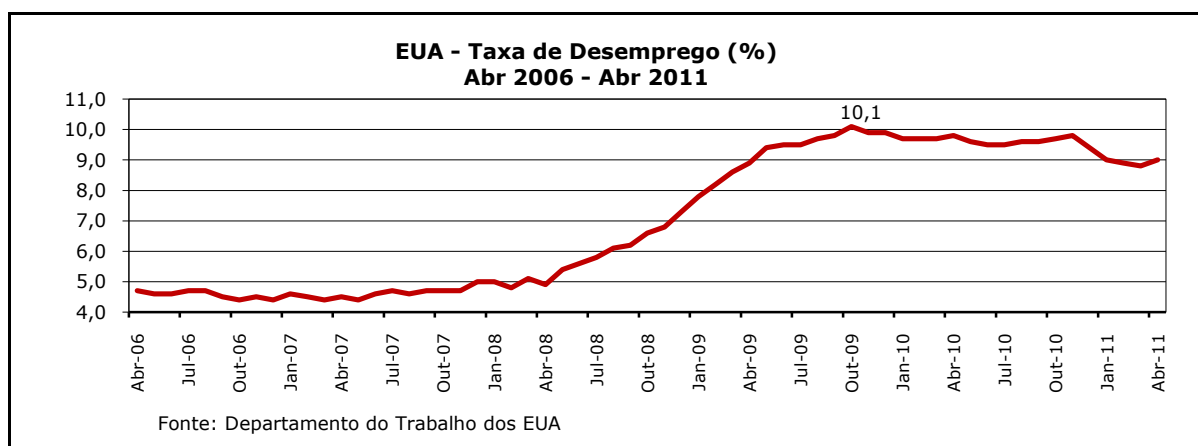
Nas **previsões de Primavera**, a **OCDE** apontou para uma variação do **PIB** norte-americano de 2.6% em 2011 e de 3.1% em 2012, em termos reais (que compara com 2.8% e 2.9% nas projecções de Primavera do FMI).

Os dados mais recentes do **PIB** norte-americano mostraram uma nova desaceleração no primeiro trimestre (variação homóloga de 2.3%, após 2.8% no quarto trimestre de 2010 e 3.2% no terceiro, o valor mais elevado em 3 anos), desta vez com origem no investimento (abrandamento de 11.1% para 6.3%, mas devido, em parte, à descida da rubrica volátil de variação de existências), que contrariou a aceleração do consumo (de 2.6% para 2.8%). As exportações abrandaram (para 7.3%), mas as importações também (para 9.2%).



Em Abril, o **índice dos indicadores avançados** do Instituto Conference Board recuou pela primeira vez desde Junho (quebra mensal de 0.3%, após subidas de 0.7% em Março e 0.9% em Fevereiro), apontando para um abrandamento da actividade económica nos próximos meses.

A taxa de **desemprego** dos EUA aumentou para 9% em Abril (após 8.8% em Março, um mínimo de dois anos), contrariando o movimento de descida iniciado em Dezembro último.

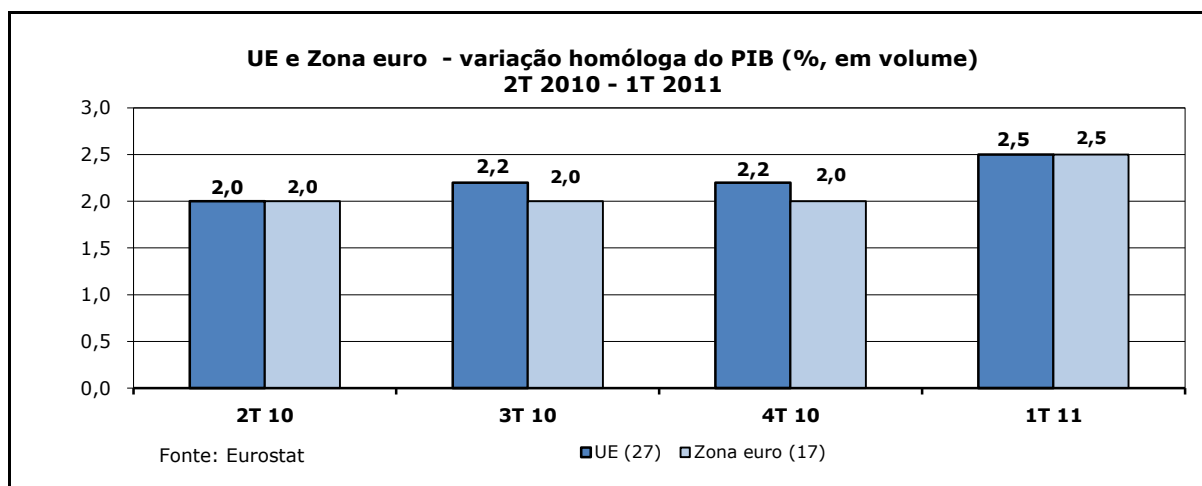


No dia 18 de Maio, a **Reserva Federal** (que não reúne nesse mês) divulgou as minutas da reunião de Abril, onde foi decidida a manutenção das taxas de juro directoras e o não prolongamento do programa de compra de obrigações do Tesouro, que termina em Junho, tendo sido ainda apresentada uma revisão em baixa das previsões de crescimento para 2011. As minutas revelaram que, para além das decisões referidas, ficou definido que o primeiro passo para retirar o estímulo monetário será parar o reinvestimento dos rendimentos do portfolio de activos, uma medida considerada modesta e que poderá começar já em Junho, se for julgada apropriada. Depois, a Reserva Federal aumentará as taxas de juro directoras antes de começar a vender os activos na sua carteira (que voltará a ter apenas títulos do Tesouro).

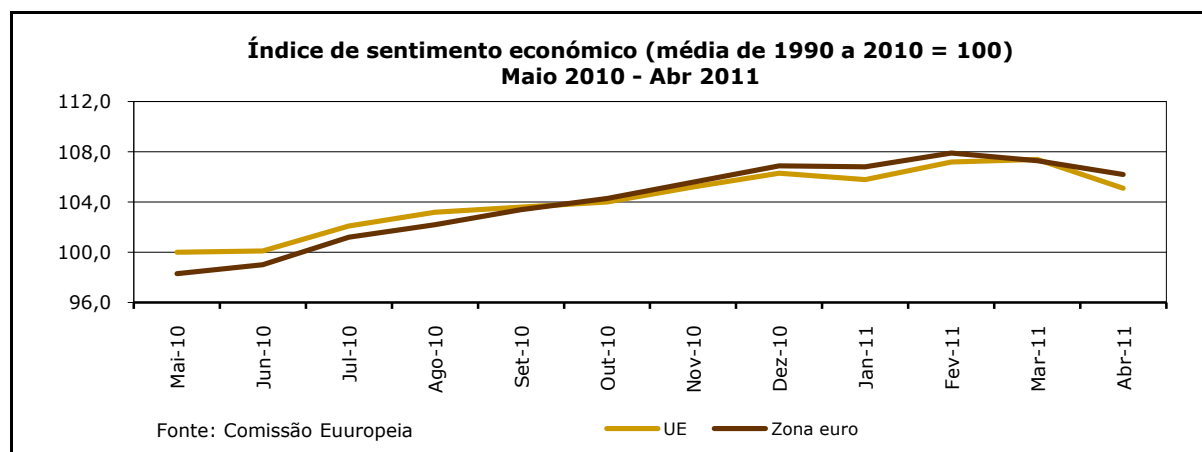
EUROPA

No dia 13 de Maio, a **Comissão Europeia** divulgou as **Previsões de Primavera**. As projecções de crescimento económico foram alteradas de forma pouco significativa quer na zona euro (variações reais do **PIB** de 1.6% em 2011 e 1.8% em 2012) quer na UE (1.8% e 1.9%, respectivamente). No caso da **inflação**, as estimativas para 2011 foram revistas em forte alta (para 2.6% na zona euro e 3% na UE 27, face a 1.8% e 2.1% nas anteriores previsões), enquanto as relativas a 2012 tiveram um ajustamento pouco significativo (passando para 1.8% na zona do euro e 2% na UE 27).

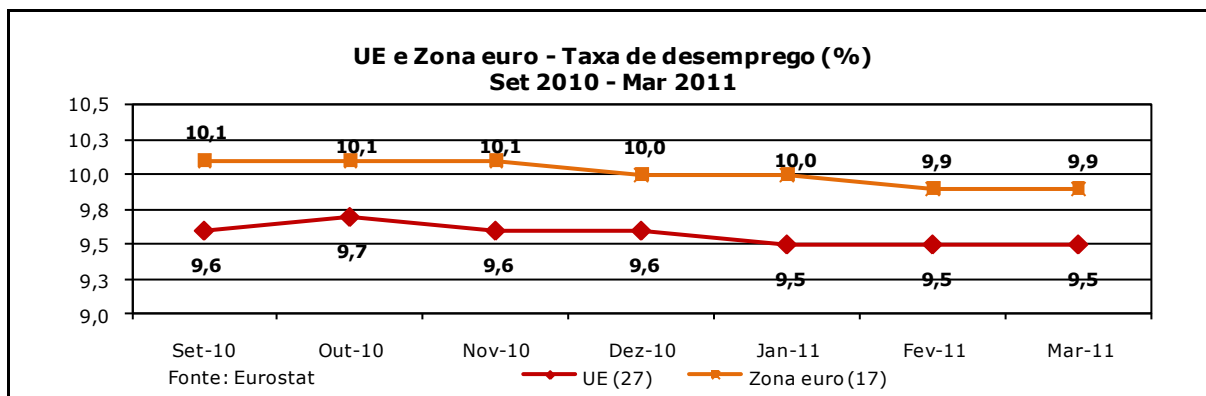
De acordo com a estimativa rápida do Eurostat, o **PIB** aumentou a maior ritmo no primeiro trimestre de 2011, quer na UE, quer na zona do euro, tanto em variação homóloga (2.5% nos dois casos, após 2.2% e 2% no quarto trimestre, respectivamente), como em variação trimestral (0.8% nos dois casos, face a 0.2% e 0.3% no trimestre anterior).



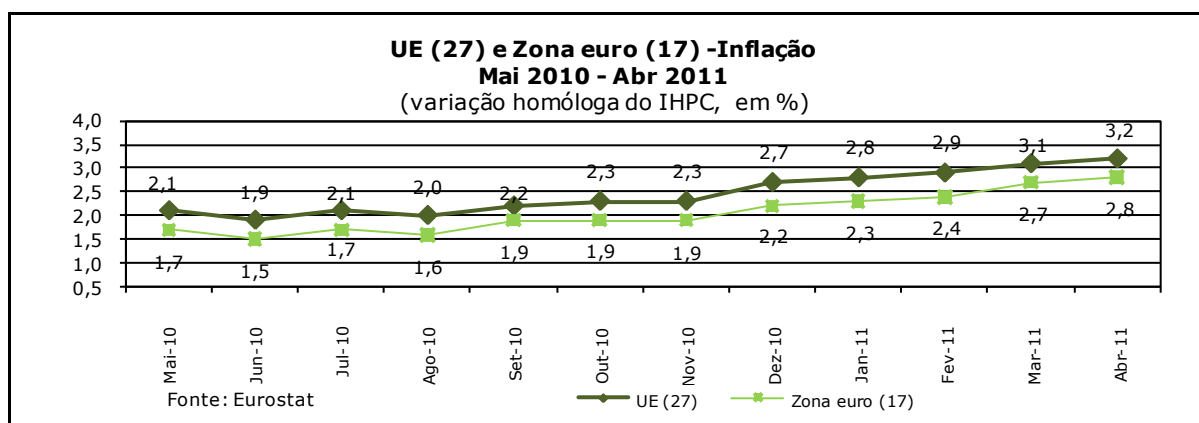
No que se refere a indicadores avançados, destaca-se a descida do **índice de sentimento económico** da Comissão Europeia em Abril, tanto na **UE(27)** como na **zona do euro**. A interrupção da trajectória ascendente do índice sugere um menor dinamismo da economia europeia nos próximos meses.



Em Março, a taxa de **desemprego** permaneceu inalterada na UE (9.5%) e na zona do euro (9.9%).



Em Abril, a taxa de **inflação** homóloga (aferida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, IHPC) subiu para 3.2% na UE e 2.8% na zona euro (face a 3.1% e 2.7% em Março, respectivamente). A variação média anual do IHPC situou-se em 2.5% e 2.1% (mais 0.1 ponto, em ambos os casos).



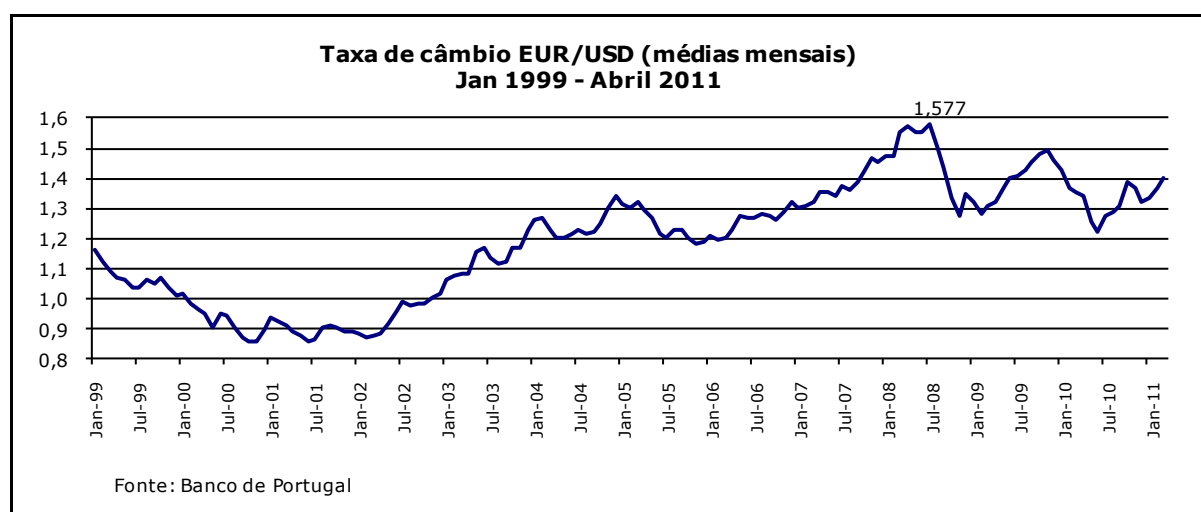
Na reunião de 5 de Maio, o **Banco Central Europeu** (BCE) manteve as suas **taxas de juro directoras** inalteradas (em 1.25%, no caso da taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento), após a subida de 0.25 pontos percentuais em Abril, que continuou a considerar apropriada à luz da informação entretanto disponível. O balanço dos riscos para a actividade económica foi considerado globalmente equilibrado, embora num ambiente de elevada incerteza. No caso da inflação, continua a predominar o risco de subida, com destaque para os riscos geopolíticos no Norte de África e Médio Oriente, e o conseqüente aumento dos preços da energia. Contudo, o BCE sublinhou que os indicadores monetários mantêm um crescimento moderado (embora em ligeira aceleração) e, mais significativamente, retirou a expressão "forte vigilância" no comunicado de justificação da decisão, o que sugere a manutenção das taxas de referência na reunião de Junho. Para esta aparente menor preocupação com a inflação muito contribuirá o movimento de apreciação do euro. Foi ainda reiterado que as **medidas excepcionais de liquidez**, transitórias por natureza, serão retiradas quando for julgado apropriado. A esse propósito, refira-se que o BCE não tem efectuado compras de títulos de dívida de países do euro, pelo que se perspectiva para breve o fim desse programa.

No que se refere a **desenvolvimentos de política fiscal** (com impacto sobre a condução da política monetária), destaca-se a referência à conclusão das negociações do programa de ajuda externa a Portugal (ver secção **PORTUGAL**), que o BCE considerou conter os elementos necessários para uma “estabilização sustentável da economia portuguesa”, contribuindo para reduzir os receios dos mercados e restaurar a confiança e estabilidade financeira na área do euro.

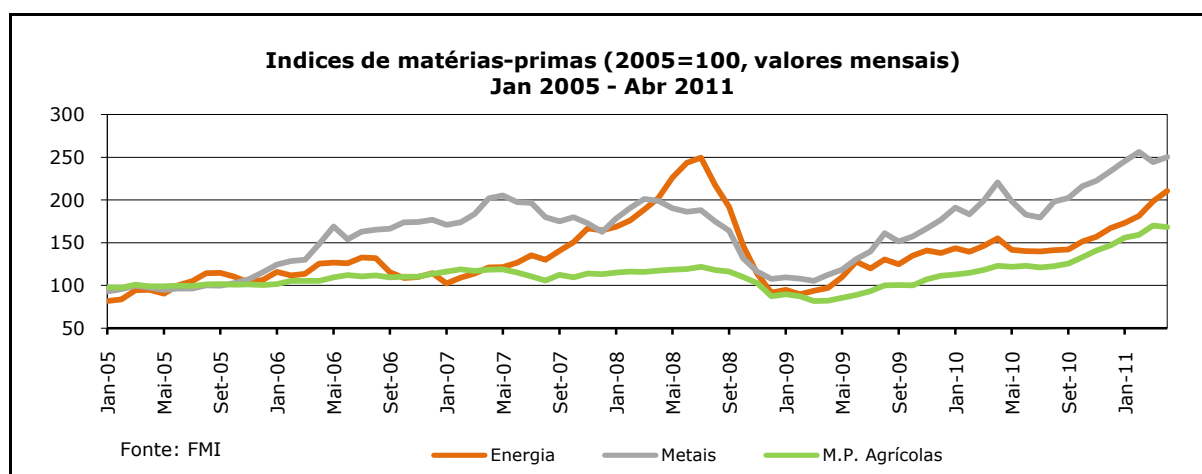
Em termos de envolvente europeia, **destaca-se a deterioração da situação financeira da Grécia** em Maio, **suscitando rumores de necessidade de reestruturação da sua dívida ou mesmo saída do euro**. Isto porque **se aproximam reembolsos muito significativos da dívida grega e teme-se que o país** falhe a avaliação intercalar de execução do programa de ajuda externa e, por isso, **não receba a próxima tranche do empréstimo, o que implicaria incumprimento**. **O Governo grego anunciou um pacote de medidas adicionais, mas este foi rejeitado no Parlamento. O incumprimento teria efeitos imediatos sobre os credores (nomeadamente bancos europeus) e contagiaria Portugal e Irlanda, também sob ajuda externa, e, eventualmente, outros países particularmente vulneráveis em termos de dívida pública, colocando em risco a estabilidade financeira da zona do euro.**

COTAÇÕES INTERNACIONAIS

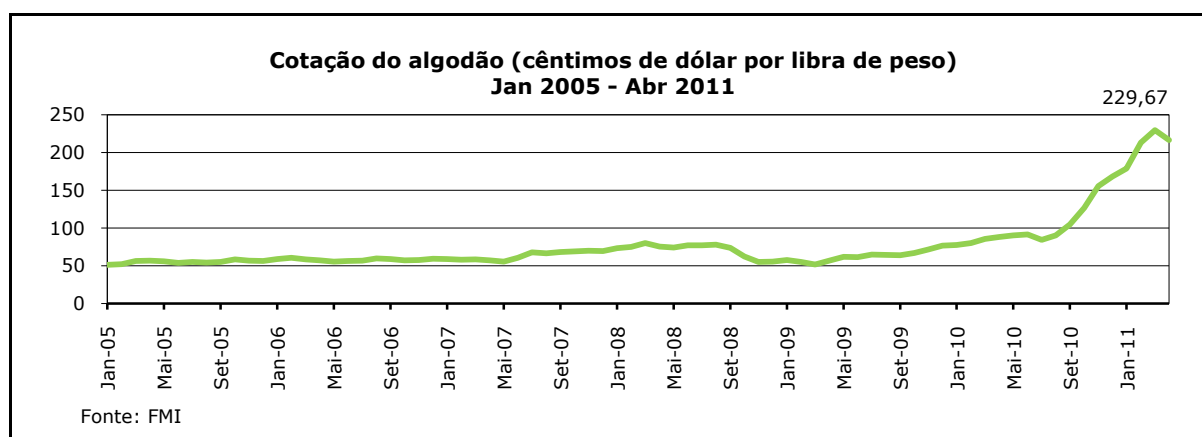
Em Abril, o **euro** cotou-se a 1.4442 dólares em média mensal, o máximo desde Dezembro de 2009, o que traduz a uma apreciação de 3.2% face a Março (a subida foi de 4.6% em comparação de final de mês, para 1.486 dólares), a reflectir a subida das taxas de juro directoras do BCE e a perspectiva de novos aumentos. O movimento inverteu-se em Maio (taxa de câmbio de 1.4069 no dia 25) com a manutenção das taxas directoras do BCE e a sinalização de igual decisão em Junho, e depois devido ao agravamento da crise de dívida soberana, que favoreceu a procura de dólares como moeda de refúgio.



No mês de Abril, o índice global de preços das **matérias-primas** do FMI manteve uma progressão significativa (variação mensal de 4.6%, após 5% em Março), traduzindo sobretudo a depreciação do dólar e a perspectiva de manutenção das taxas directoras da Reserva Federal num contexto de retoma da economia mundial. O índice das matérias-primas agrícolas contrariou a tendência global de subida, corrigindo em baixa devido à incerteza da procura, particularmente no caso do algodão. Já em Maio, as cotações diárias das matérias-primas recuaram de forma significativa, com destaque para o petróleo, a reflectir a apreciação do dólar, o anúncio de novas restrições ao crédito na China (que poderá abrandar a retoma económica global) e o fim do programa de compras de obrigações do Tesouro pela Reserva Federal em Junho.

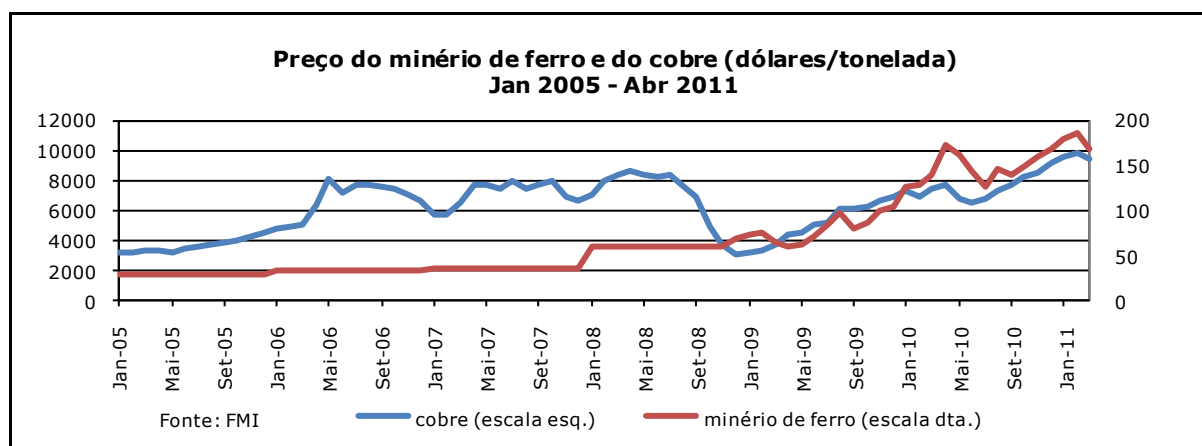


Nas matérias-primas agrícolas, a cotação do **algodão** recuou de máximos históricos em Abril (cotação de 2.17 dólares por libra de peso, menos 5.7% que em Março) com o cancelamento de importações da China em face da acumulação de *stocks*, que suscita dúvidas quanto à sustentabilidade da procura mundial de algodão numa altura em que se perspectiva uma retoma da produção dos EUA.



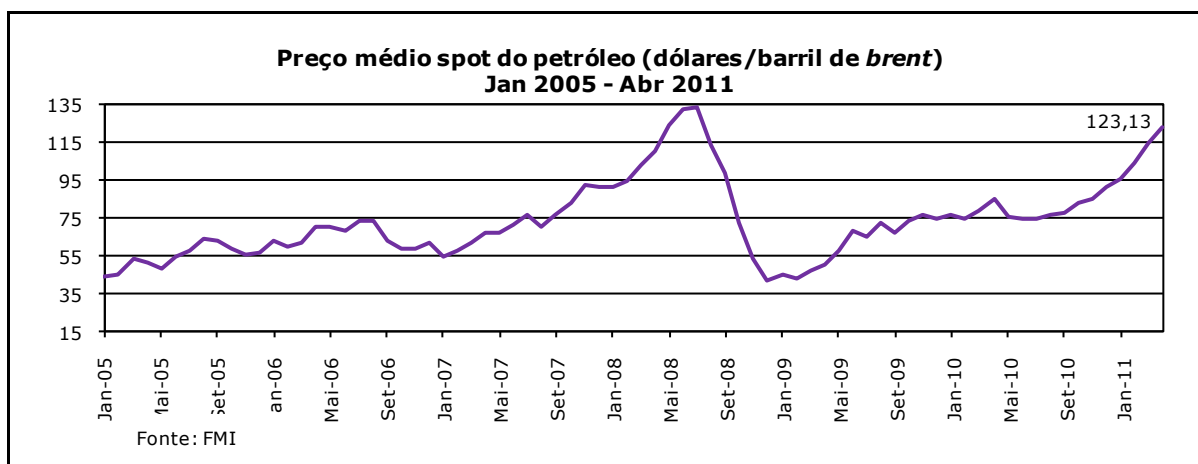
Nos **metais**, salienta-se o recuo de 0.2% do preço médio do cobre e o aumento de 5.8% da cotação do minério de ferro em Abril (para 9482.77 e 179.26 dólares/tonelada, respectivamente). A descida do preço do **cobre** (bastante inferior à de Março) traduz ainda o ajustamento em baixa dos *stocks* do metal na China em face do elevado preço do metal e das restrições de crédito impostas pelas autoridades do País, isto após uma forte acumulação ao longo de 2010.

As importações de cobre pela China recuperaram fortemente em Março, mas as exportações do metal também (para máximos históricos), pelo que se está a assistir a um fenómeno de reexportação, que explica o aumento simultâneo dos *stocks* na LME (London Metal Exchange), sobretudo nos armazéns da Coreia do Sul e Singapura. Os movimentos financeiros que têm empolado a negociação do cobre suscitam dúvidas sobre a evolução da procura global do metal pela indústria. No caso do **minério de ferro**, destaca-se o impacto das cheias na Austrália sobre as exportações do metal por este país, continuando a verificar-se algumas dificuldades de retoma das operações devido à chuva persistente, o que contribuiu para a subida da cotação em Abril.



Nota: No caso do minério de ferro, a cotação corresponde ao preço Spot das importações do metal pela China (62% FE, porto de Tianjin); os preços anteriores a 2009 são anuais, reflectindo o referencial que era acordado para cada ano entre as três principais empresas do sector nível mundial (Rio Tinto, BHP Billiton e Vale).

O preço médio do **petróleo** prosseguiu em alta em Abril (123.13 dólares/barril, no caso do *brent*, um máximo de quase 3 anos e 7.6% acima do valor de Março), devido ao risco geopolítico no Norte de África (com destaque para o conflito armado na Líbia) e Médio Oriente, para além da depreciação do dólar. Os receios quanto ao impacto dos elevados preços no crescimento mundial, manifestados também pelo Secretário-geral da OPEP, impediram uma subida ainda mais forte. Já em Maio, o preço do *brent* corrigiu em forte baixa, a reflectir a apreciação do dólar, as novas restrições do crédito na China, o anúncio da morte do terrorista Bin Laden (embora a descida inicial tenha sido parcialmente revertida face ao risco de retaliação da Al-Qaeda) e a especulação de que a OPEP poderá decidir um aumento da produção em Junho. No dia 13 de Maio, a Agência internacional da Energia reviu em baixa as suas previsões de procura de petróleo em 2011 (esperando agora uma quebra global de 0.5%, amortecida pelo crescimento de 3.6% nas economias emergentes) devido aos elevados preços da matéria-prima. Na segunda metade de Maio, o agravamento significativo da crise de dívida soberana na zona euro acentuou o risco de diminuição da procura de petróleo na Europa. A cotação diária do *brent* recuou até 109.47 dólares/barril no dia 20, recuperando depois parcialmente (para 113.49 dólares/barril, no dia 25) devido aos sinais de maior actividade das refinarias norte-americanas.



PORTUGAL

No dia 5 de Maio, o Ministro das Finanças divulgou as principais linhas do acordo de ajuda externa negociado com a equipa de representantes do BCE, Comissão Europeia e FMI (designada de *Troika*), **com o qual se comprometeram também os dois principais partidos da Oposição.**

No acordo final, aprovado pelo Eurogrupo a 16 de Maio e pelo FMI no dia 20, **Portugal receberá, ao longo de três anos, um empréstimo condicional de 78 mil milhões de euros** (m.e.) **com uma maturidade máxima de 7 anos e meio, e uma taxa de juro média próxima de 5.1%,¹ termos que são semelhantes aos concedidos à Grécia e Irlanda. Para aceder às várias tranches do empréstimo, o novo Governo** (a sair das eleições de 5 de Junho) **terá de cumprir um vasto e pormenorizado programa de ajustamento económico e financeiro, dotado de um calendário preciso e exigente, e com verificações trimestrais de execução.** Tanto o **empréstimo** como as **medidas de ajustamento** são **concentrados no início do período de ajustamento** (*frontloaded*), prevendo-se que a primeira tranche, no valor de 18 mil m.e., seja disponibilizada no final de Maio ou início de Junho (a tempo de suprir a incapacidade do Estado pagar um reembolso de dívida em 15 de Junho), e que o total emprestado em 2011 ascenda a 37.8 mil m.e.. **Para esta concentração concorre o facto do programa de ajustamento ter em conta o considerável ajustamento já previsto no Orçamento de Estado de 2011** (5.25% do PIB, segundo a *Troika*).

Em anexo, no final da síntese, apresentam-se as principais linhas do programa de ajustamento acordado com a Troika.

¹ O cálculo tem em conta que 1/3 do valor do empréstimo, a cargo do FMI, terá uma taxa de juro variável com valores de referência de 3.25% nos três primeiros anos e 4.25% nos seguintes, sendo os restantes 2/3 do empréstimo, a cargo do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF) e do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), remunerados a uma taxa de juro fixa que será pouco superior a 5.5% e claramente inferior a 6% (dependendo do custo de financiamento no mercado, que tem rondado 3%, a que acresce um prémio de risco fixado em 2.15 pontos percentuais), possivelmente 5.7%, um valor semelhante às taxas que foram aplicadas à Grécia e Irlanda.

No dia 19 de Maio, **o Banco de Portugal** (BdP) divulgou o Relatório Anual de 2010, onde **considerou o programa de ajustamento económico e financeiro “exigente”, “abrangente” e “equilibrado”, mitigando o impacto “sobre os segmentos mais vulneráveis da população” e criando as “bases para um crescimento económico sustentável no médio prazo”.** Dado o cenário macroeconómico muito recessivo, agravado pelo forte impacto económico e social do programa de ajustamento, **registar-se-á “uma contracção sem precedentes do rendimento disponível real das famílias”.** Em face da difícil situação financeira do País, **o BdP sustenta que a “prossecação estrita do programa é incontornável”, e seria mesmo “desejável superar os exigentes objectivos para fazer face aos riscos que se colocam à sua execução”,** tanto internos como externos.

No plano interno, **“será essencial assegurar um suporte social e político abrangente e estável, assente numa consciência colectiva dos benefícios das medidas no médio e longo prazos,** de forma a conter e diminuir as pressões de interesses instalados e desbloquear impasses institucionais”. **Esse suporte será crítico para um cumprimento estrito dos objectivos do programa, sobretudo no caso de materialização dos riscos externos** (possíveis desenvolvimentos internacionais adversos e incerteza da resolução institucional dos mecanismos europeus de assistência financeira).

Nas **Previsões de Primavera da Comissão Europeia, de 13 de Maio**, as projecções relativas a **Portugal** foram significativamente alteradas, incorporando já o efeito esperado do **programa de ajustamento económico e financeiro**.

Destacam-se as previsões de variação real do **PIB** português de -2.2% em 2011 e -1.8% em 2012 (que compara com previsões de 1.8% e 1.9% para a UE 27, respectivamente), ano em que será o único país da UE 27 em recessão. Estas quebras acentuadas do PIB nacional resultam de uma forte descida da **procura interna** (com quedas previstas de 4.4% e 3.8% no **consumo privado**, as mais fortes desde 1975, e de 9.9% e 7.4% no **investimento** em FBCF), que é amortecida pelo contributo positivo da **procura externa líquida**.

No que se refere às contas públicas, é apontada uma subida acentuada do rácio de **dívida pública** no PIB (de 93% em 2010, para 101.7% em 2011 e 107.4% em 2012). As previsões do **défice orçamental** correspondem às metas do programa de ajustamento (5.9% do PIB em 2011 e 4.5% em 2012).

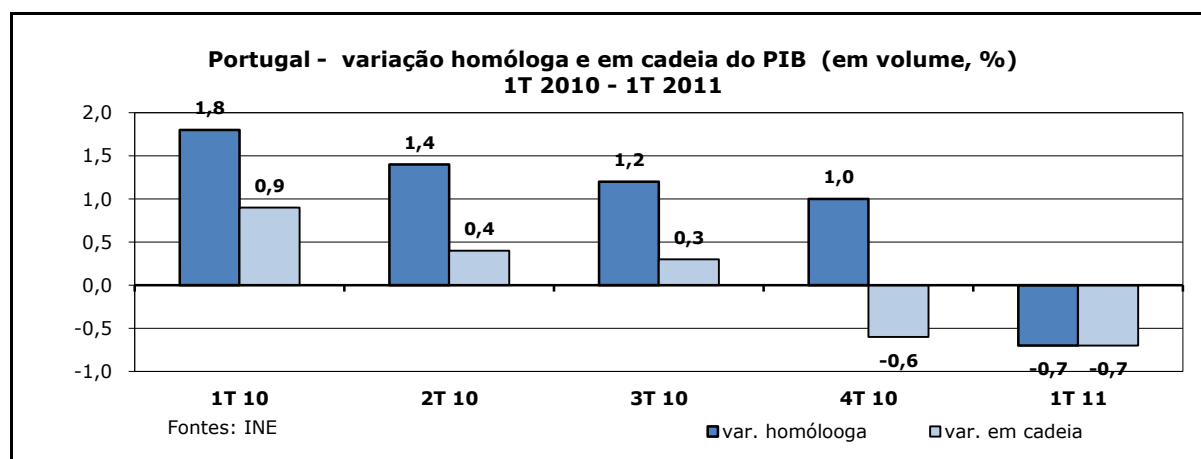
As **previsões de Primavera da OCDE** para **Portugal**, divulgadas a 25 de Maio, revelaram-se menos pessimistas do que as da Comissão Europeia em relação à **evolução do PIB**, devido a uma projecção menos pessimista da procura interna (ver quadro abaixo).

Previsões de Primavera da OCDE e da Comissão Europeia para Portugal

	2009	2010	2011 (P)		2012(P)	
			C.E.	OCDE	C.E.	OCDE
PIB	-2.5	1.3	-2.2	-2.1	-1.8	-1.5
Consumo privado	-1.1	2.2	-4.4	-4.1	-3.8	-3.7
Consumo público	3.7	1.8	-6.1	-7.2	-4.6	-5.6
FBCF	-11.2	-5.0	-9.9	-10.0	-7.4	-6.7
Exportações	-11.6	8.8	6.2	6.4	5.9	7.4
Importações	-10.6	5.2	-5.3	-4.8	-2.8	-1.8
Contribuições para a variação do PIB						
Procura Interna	-2.3	0.8	-6.1	-5.8	-4.8	-4.6
Exportações Líquidas	0.7	0.6	4.0	3.9	3.1	3.2
Balança corrente (% do PIB)	-10.2	-9.7	-7.5	-7.8	-5.2	-5.5
Emprego	-2.5	-1.5	-1.5	n.d.	-0.9	n.d.
Taxa de desemprego (% da população activa)	9.5	10.8	12.3	11.7	13.0	12.7
Inflação (IHPC)	-0.9	1.4	3.4	3.3	2.0	1.3

Taxas de variação anual, salvo indicação em contrário; variações reais no caso do PIB e componentes; IHPC = Índice harmonizado de preços no consumidor; C.E.= Comissão Europeia; P = previsão; n.d. = não disponível.

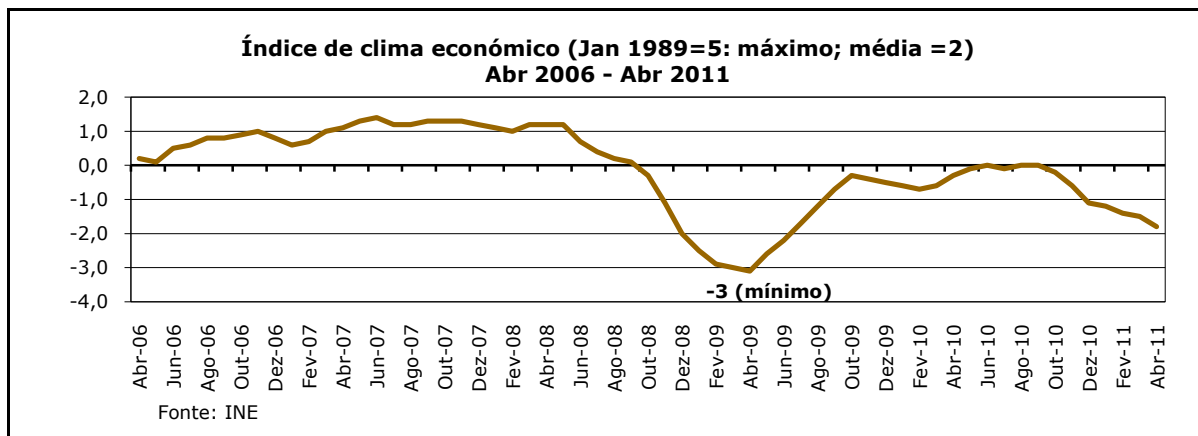
Os dados mais recentes das **contas nacionais** (estimativa rápida do INE), relativos ao primeiro trimestre de 2011, mostraram uma variação homóloga do **PIB** de -0.7%, em termos reais (1% no quarto trimestre de 2010). Segundo o INE, esta quebra traduziu um acentuado contributo negativo da **procura interna**, em resultado da diminuição do **consumo** (das famílias e das administrações públicas) e, em menor grau, do **investimento**. O contributo das **exportações** para a variação homóloga do PIB manteve-se elevado.



A variação real em cadeia do PIB foi também de -0.7% (-0.6% no quarto trimestre de 2010), o que configura uma situação de **recessão técnica** (dois trimestres consecutivos de queda real do PIB) e representa a evolução mais negativa entre os países da UE 27 para os quais há informação do Eurostat.

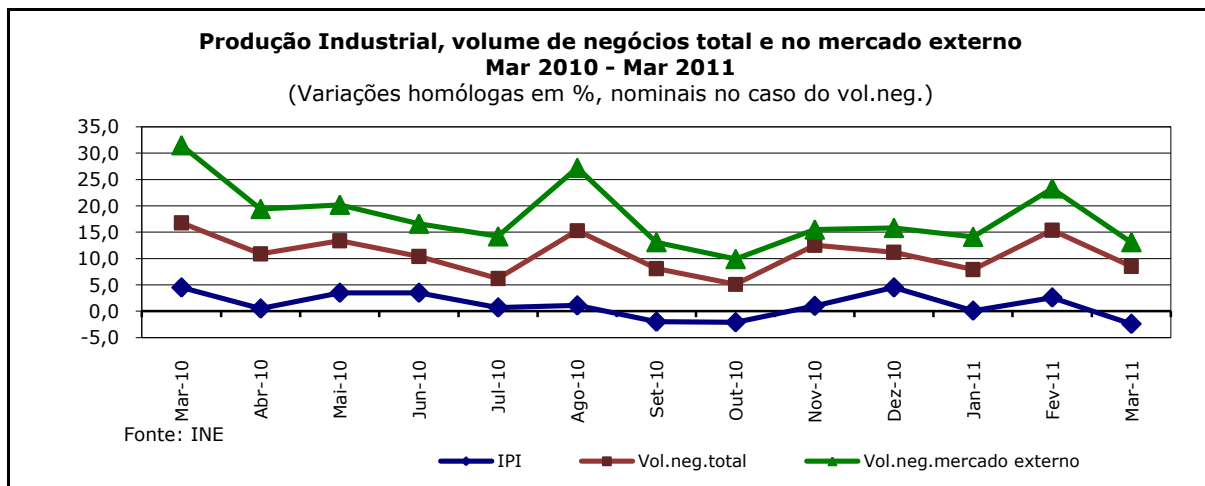
Quanto a informação avançada, o **indicador de clima económico** do INE recuou pelo sexto mês consecutivo em Abril (para o mínimo desde Junho de 1999), e de forma mais marcada, sugerindo uma deterioração agravada da

actividade económica nos próximos trimestres. Por componentes, a descida foi generalizada, passando a abranger também o **indicador de confiança dos consumidores**, que recuperara nos dois meses anteriores. Nos inquéritos sectoriais, o maior recuo ocorreu no comércio, seguido pela construção, serviços e **indústria transformadora**, que, apesar de dois meses de descida ligeira, regista ainda uma tendência positiva, ao invés dos outros sectores.

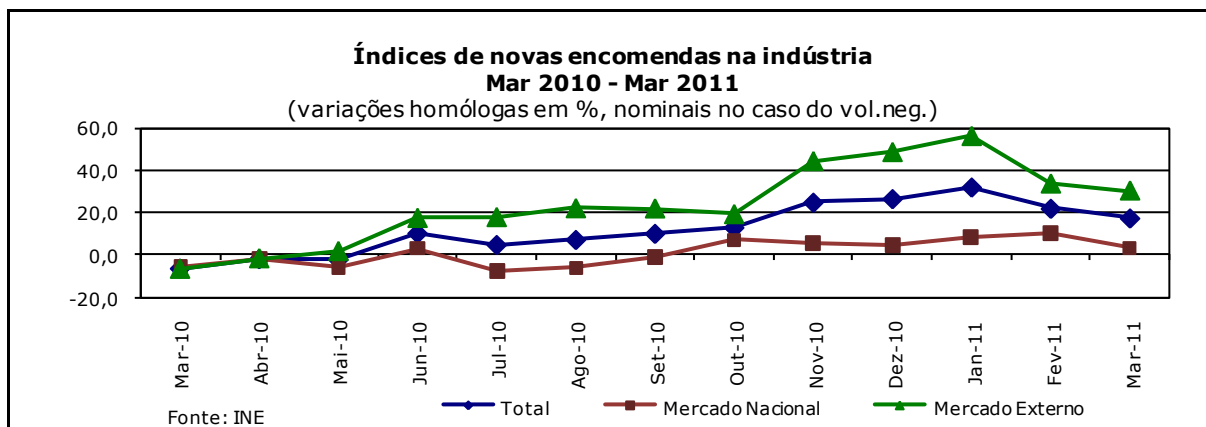


Quanto à **actividade industrial**, destaca-se, no mês de Março:

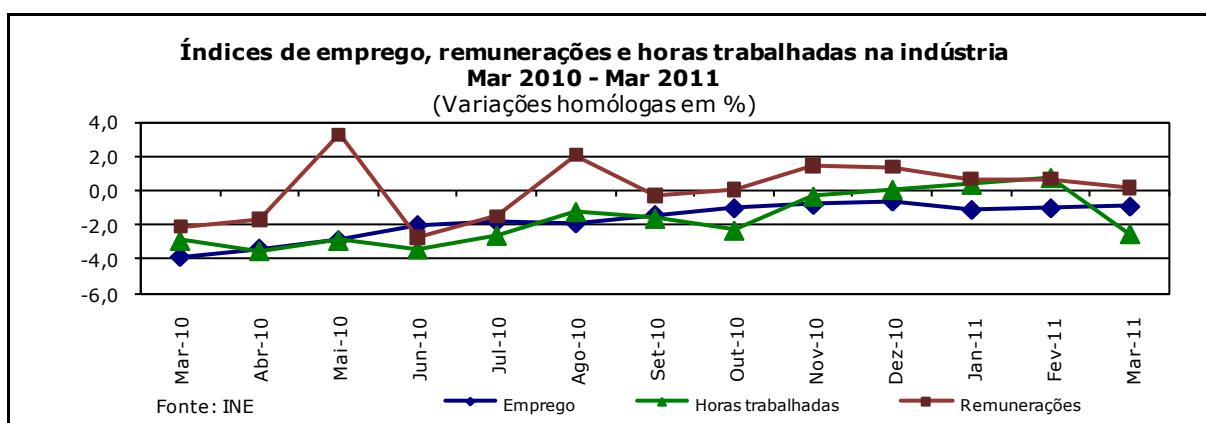
(i) A quebra homóloga de 2.4% da **produção industrial** (subida de 2.6% em Fevereiro) e a redução do crescimento nominal do **volume de negócios** para um 8.5% (15.4% em Fevereiro), com variações de 13.1% no mercado externo (23.3% em Fevereiro) e 5.7% no doméstico (10.9% em Fevereiro); as variações médias anuais situaram-se em 0.8% no índice de produção e 10.2% no volume de negócios (6.9% no mercado nacional e 16.5% no mercado externo);



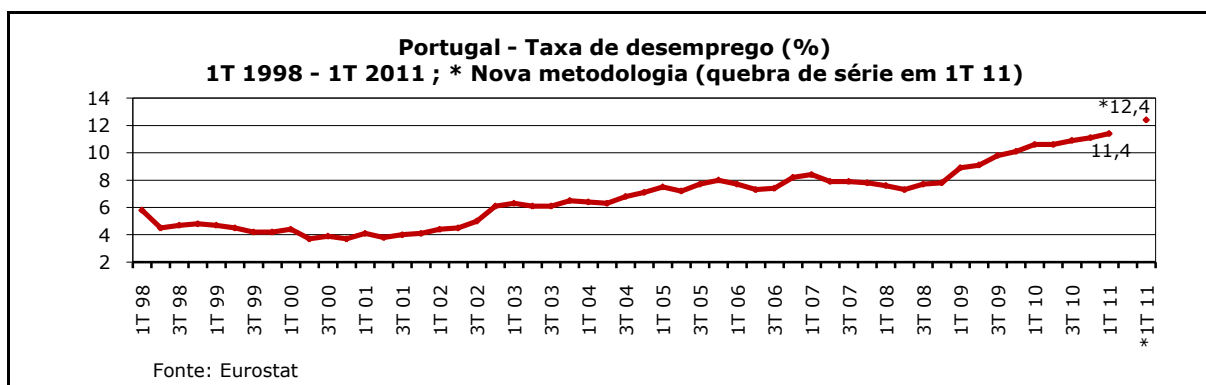
(ii) As **novas encomendas industriais** cresceram 17.5% no primeiro trimestre (22.1% no trimestre até Fevereiro), com variações de 3.4% no mercado nacional (10.3%) e 30.5% no mercado externo (33.8%). Estes dados sugerem a continuação da tendência de crescimento da produção industrial nos próximos meses, mas a um ritmo mais reduzido devido ao abrandamento significativo no mercado nacional.



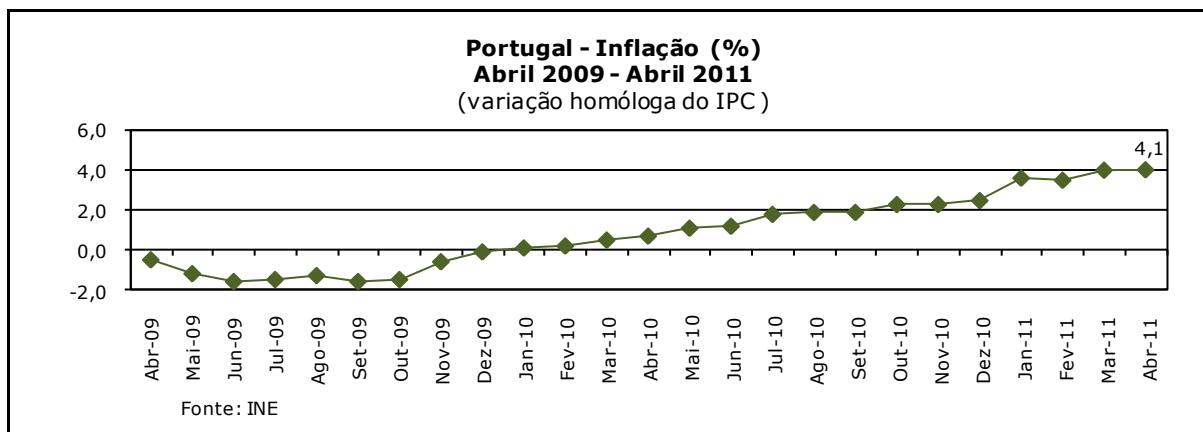
(iii) Em Março, o índice de **emprego** registou uma variação homóloga de -0.9% (-1% em Fevereiro), que compara com -2.5% (0.8% em Fevereiro) no índice de **horas trabalhadas**, enquanto o índice de **remunerações** aumentou 0.2% (0.7% em Fevereiro). As variações médias anuais foram de -1.6%, -1.6% e 0.3%, respectivamente.



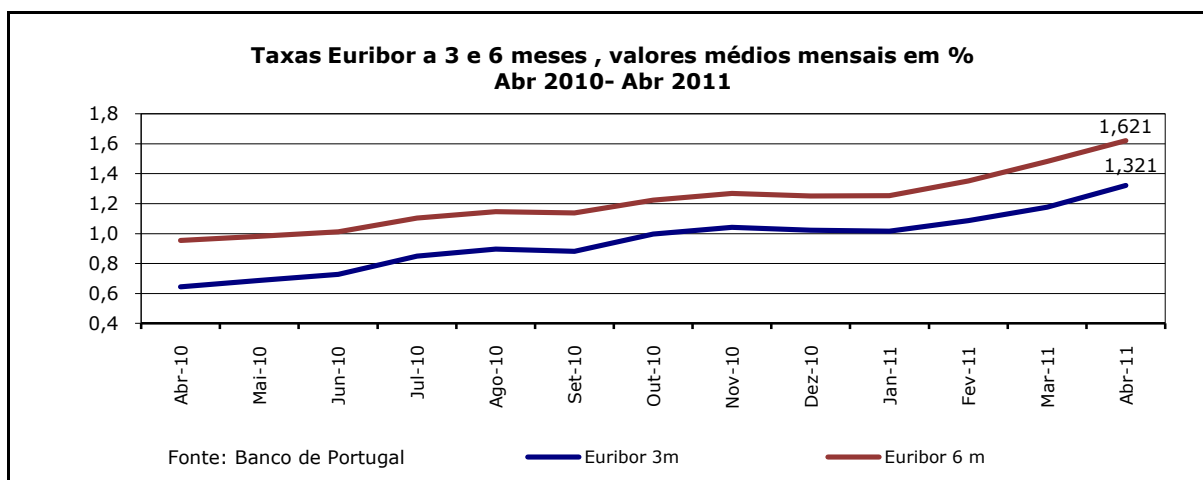
Segundo o INE, a **taxa de desemprego** portuguesa situou-se em 12.4% no primeiro trimestre de 2011 (correspondendo a 688.9 mil desempregados), seguindo uma nova metodologia de inquérito, agora conduzido por telefone. Os testes realizados pelo INE mostram que a anterior metodologia teria conduzido a taxa de desemprego para um novo máximo histórico de 11.4% (série iniciada em 1998), após 11.1% no quarto trimestre de 2010.



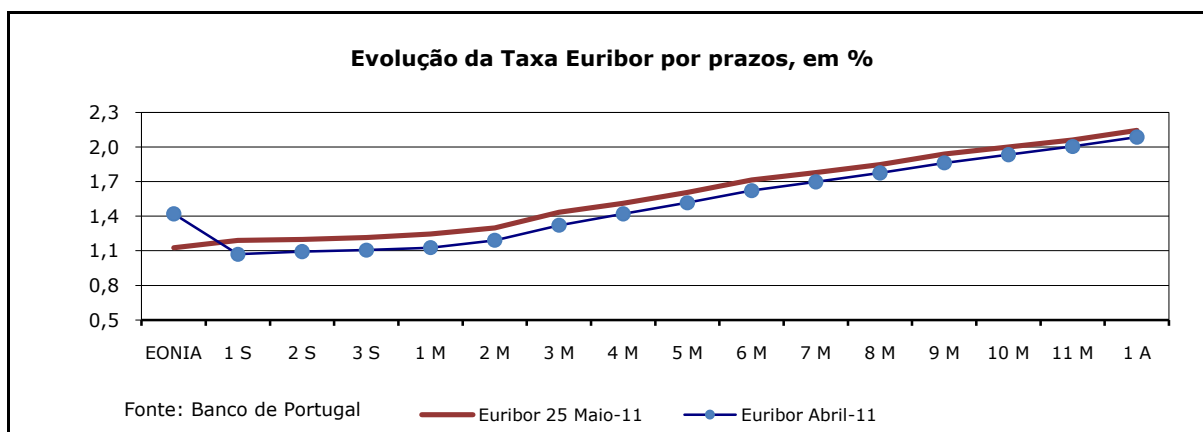
A taxa de **inflação** medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC) aumentou para 4.1% em Abril (4% em Março), que corresponde ao valor mais elevado desde Novembro de 2002. Excluindo as componentes de energia e bens alimentares não transformados, a subida foi de 2.6% (2.4% em Março). A variação média anual do IPC situou-se em 2.5% (2.3% em Março). O IHPC apresentou variações semelhantes (homóloga de 4% e média anual de 2.5%).



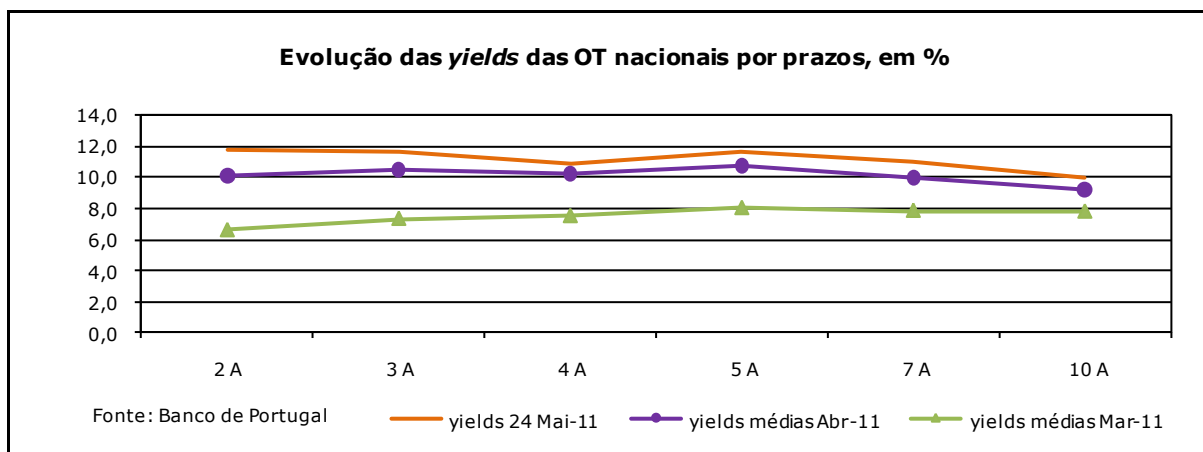
No mercado monetário europeu, o aumento das **taxas de juro** directoras do BCE conduziu a uma subida significativa das **taxas Euribor** em Abril, passando para 1.321% no prazo de 3 meses e 1.621% nos 6 meses, em média mensal (face a 1.176% e 1.483% em Março, respectivamente), e para 1.385% e 1.675% em valores de final de mês (face a 1.239% e 1.546% no final de Março).



Já em Maio, as taxas Euribor prosseguiram a tendência de subida (aumentando para 1.435% nos 3 meses e 1.714% nos 6 meses, no dia 25) depois de uma correcção em baixa no início do mês com a manutenção das taxas de juro directoras no início do mês e a sinalização de igual decisão em Junho. A subida das taxas Euribor foi mais forte nos prazos inferiores, o que reduziu a inclinação da **curva de rendimentos** do mercado monetário.

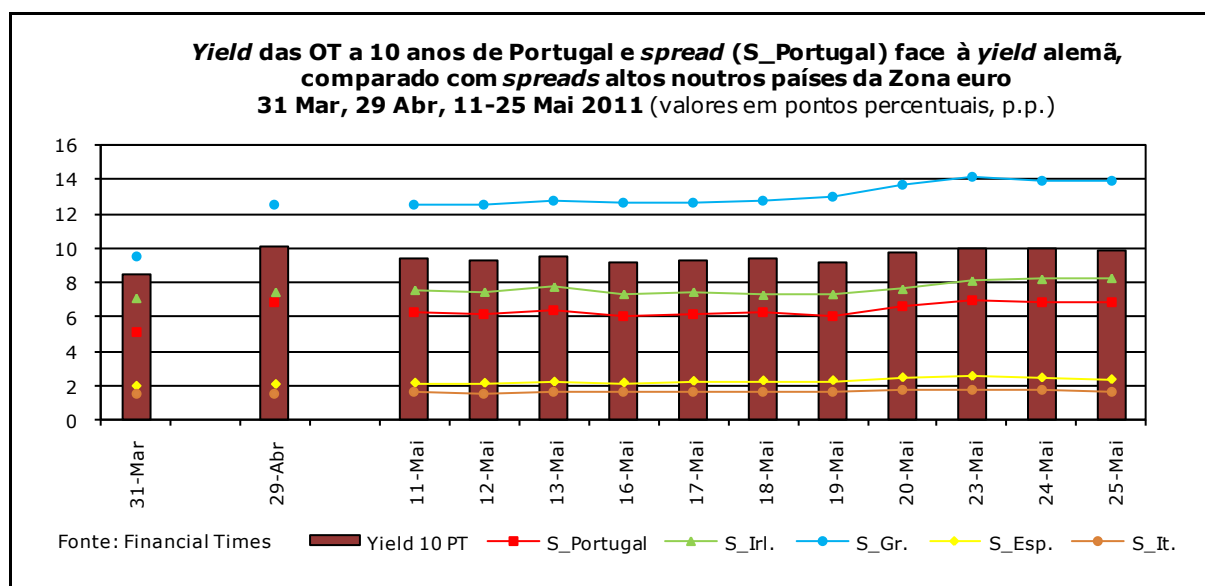


No que se refere às **yields** implícitas nas obrigações do Tesouro nacional, o mês de Abril ficou marcado por uma subida muito acentuada (para 10.7% no prazo de 5 anos e 9.2% nos 10 anos, após 8% e 7.8% em Março, considerando valores em média mensal) devido ao pedido de ajuda externa de Portugal e ao facto do BCE ter suspenso a compra de títulos de dívida pública dos países da zona euro. O movimento inverteu-se no início de Maio, após a conclusão e aprovação do programa de ajuda a Portugal, mas a trajetória ascendente foi retomada devido aos receios de reestruturação da dívida grega e de contágio da crise de dívida à Espanha e Itália. A subida revelou-se mais forte nos prazos inferiores (em que as dificuldades financeiras de Portugal poderão ser maiores, em caso de incumprimento do programa de ajustamento), o que acentuou a inclinação negativa da curva de rendimentos (invertida face ao normal). No dia 24 de Maio, as *yields* a 5 e 10 anos situaram-se em 11.59% e 9.91%, respectivamente.



Os receios de reestruturação da dívida grega e de contágio a Portugal (e Irlanda) aumentaram o **risco da dívida** soberana portuguesa e o respectivo prémio, que pode ser aferido pelo diferencial (*spread*) da *yield* das OT a 10 anos face ao referencial alemão (*bund*). Este *spread* aumentou significativamente em Abril (para 6.85 pontos percentuais em 29 de Abril, que compara com 5.09 pontos no final de Março, segundo dados do Financial Times) e reduziu-se após o anúncio da conclusão do acordo de ajuda externa, no início de Maio (para um mínimo mensal de 6.01 pontos no dia 16), mas depois voltou a subir na segunda metade de Maio (para 6.87 pontos, no dia 25). Esta nova subida deveu-se sobretudo aos receios agravados sobre a dívida grega e o seu contágio a Portugal.

A hipótese de contágio da crise de dívida à Espanha (devido à hipótese de eleições antecipadas) e Itália (face à possibilidade de descida do *rating*) não é, para já, perceptível nos respectivos *spreads*, que aumentaram de forma relativamente modesta.



Na **bolsa nacional**, o índice de referência PSI-20 registou uma quebra de 1% em Abril (passando para 7677.82 pontos no dia 29), a reflectir o pedido de ajuda externa, o que contrastou com a subida de 2.1% do referencial europeu Euronext-100. A situação alterou-se um pouco em Maio, com o PSI-20 a registar alguma recuperação após a aprovação da ajuda externa, e depois a cair menos do que o Euronext-100 até dia 25 (quebras de 0.2% e 3.4% face a 29 de Abril).

Relativamente às **contas externas**, a informação mais recente da Balança Corrente evidenciou um défice de 2940 milhões de euros (m.e.) no primeiro trimestre de 2011, o que representa um recuo de 28.6% em comparação homóloga, com melhorias nas principais componentes, sobretudo nas transferências. A Balança de Capital registou uma descida ligeira do saldo positivo, que se situou em 219 m.e. (236 m.e. no trimestre homólogo de 2010).

A última síntese de **execução orçamental** da DGO deu conta de uma descida homóloga de 45.3% do défice do subsector Estado nos primeiros quatro meses de 2011 (passando para 2539 m.e.). A **receita** registou uma variação homóloga de 17.4% (16.8% na receita fiscal, com variações de 33.3% nos impostos directos e 9.2% nos indirectos, incluindo 20.2% no IVA), face a uma meta orçamental de 6.7%, e a **despesa** de -3% (-0.9% na despesa de capital e -2.3% na despesa corrente primária, com variações de -6.9% na despesa com pessoal e de -2.2% nas transferências), que compara com uma meta de -1.5%. O saldo dos Serviços e Fundos Autónomos e da Segurança social também melhorou, tendo o valor agregado nestes subsectores mais o Estado passado de -3352 de Janeiro a Abril de 2010 para -822 m.e. em igual período de 2011.

Desta vez, a síntese mostrou também valores para a Administração Local e Regional, que registaram uma melhoria no primeiro trimestre (saldo agregado de 34 m.e., face a -34 m.e. no período homólogo).

Contudo, **os dados da síntese, numa óptica de caixa, são fortemente influenciáveis por factores pontuais**, nomeadamente diferenças no padrão intra-anual de execução das rubricas e atrasos de pagamento.

Na análise da síntese anterior (relativa ao primeiro trimestre) **da Unidade Técnica de Apoio Orçamental (UTAO)** à Assembleia da República, **são revelados vários sinais de que a redução do défice poderá ser apenas aparente, e não se verificar na óptica da Contabilidade Nacional, em que são assumidos os compromissos orçamentais, nomeadamente com a Troika.**

Ao nível da receita fiscal do Estado, por exemplo, o crescimento da receita de IRS está sobreavaliado devido ao diferimento, em 2011, da data de entrega da declaração respectiva e, por isso, **do seu reembolso.**

Na despesa efectiva dos serviços integrados do Estado, a redução é influenciada pela baixa execução do pagamento de juros (este ano concentrado no segundo trimestre; uma distribuição uniforme dos juros no ano levaria a uma variação nula da despesa total) **e da despesa de capital** face ao padrão médio dos últimos 4 anos. **Em contrapartida, a execução da despesa corrente primária situou-se acima da média**, sobretudo **nas rubricas de aquisição de bens e serviços e despesas com pessoal. A redução da despesa na óptica de caixa beneficiou ainda de um crescimento das dívidas dos serviços integrados** (em 205.9 m.e., em comparação homóloga), cuja variação mais do que duplicou face ao período homólogo. **A UTAO conclui que a despesa efectiva dos serviços integrados, expressa numa óptica aproximada à da Contabilidade Nacional, registaria uma diminuição homóloga de apenas 1.6%, face a 3.6% numa óptica de caixa**, enquanto a despesa corrente primária recuaria 1.3% em vez de 3.3%.

Quanto às contas dos serviços e fundos autónomos, a evolução do saldo deixa de ser favorável corrigindo, para efeitos de comparabilidade com 2010, a transferência da PT para a Caixa Geral de Aposentações e a transferência corrente do Orçamento do Estado para o Serviço Nacional de Saúde (de forma a eliminar a parte mais expressiva do efeito de base provocado pela aplicação, até Abril de 2010, do Orçamento do Estado de 2009 em regime de duodécimos). **A evolução do saldo da Segurança Social também deixa de ser favorável fazendo um ajustamento semelhante de comparabilidade às transferências do Orçamento do Estado para este subsector.**

ANEXO: Principais linhas do Programa de ajustamento Económico e financeiro acordado com a Troika

O programa de ajustamento aprofunda e calendariza o Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC) definido em articulação com a Comissão Europeia e o BCE, e rejeitado pelo Parlamento, **e está estruturado em torno de três grandes prioridades e grupos de medidas,** que foram **definidas salvaguardando os grupos sociais mais vulneráveis:**

(i) Reformas Estruturais

A **primeira prioridade** é a **recuperação da competitividade, do crescimento económico e do emprego, através da implementação de uma vasta e detalhada agenda de reformas estruturais,** muito mais ambiciosa do que nos programas grego e irlandês, e com uma **calendarização e supervisão bastante exigentes.**

Na **agenda de reformas,** estão previstas medidas com vista a: reduzir os custos do trabalho por via de uma **desvalorização fiscal** (recalibração fiscal neutral, com uma redução significativa das contribuições sociais dos empregadores a compensar com medidas que não penalizem a competitividade); flexibilizar o **mercado de trabalho;** aumentar a concorrência nos **mercados de bens e serviços;** dinamizar a **renovação urbana;** dinamizar o **mercado de arrendamento** (com impacto sobre a mobilidade do factor trabalho e a redução do endividamento das famílias); aumentar a eficiência da **Justiça;** acelerar o programa de **privatizações;** racionalizar a **Administração Pública;** aumentar a sustentabilidade do **Sector Empresarial do Estado;** reavaliar as **parcerias público-privadas e concessões;** aumentar a eficiência da **Administração Fiscal;** melhorar o **enquadramento e qualidade do processo orçamental;** melhorar as regras de **contratação pública;** melhorar o **ambiente de negócios** (alargar o programa SIMPLEX a toda a Administração Pública); reformar a **Educação;** aumentar a eficiência do sistema de **Saúde.**

(ii) Ajustamento orçamental

A **segunda prioridade** é uma **consolidação orçamental ambiciosa, mas que concede mais um ano para atingir a meta de 3% do PIB** (em consistência com o Procedimento dos Défices Excessivos) do que o previsto no PEC: **défice público de 5.9% do PIB em 2011, 4.5% em 2012 e 3% em 2013** (face a 4.6%, 3% e 2% no PEC), e **estabilização da dívida em 2013.** **Esta trajectória tem em conta um cenário macroeconómico mais recessivo** (quebras reais do PIB de 2% em 2011 e 2012) e a **inclusão de empresas públicas no perímetro orçamental.**

Para atingir a meta do défice em 2011 (10068 m.e., ou 5.9% do PIB, após 9.1% em 2010), **o Governo terá de implementar rigorosamente o Orçamento de Estado de 2011** (onde já se previam medidas fiscais com um impacto de **5.25% do PIB**) e **as medidas de consolidação adicionais definidas antes de Maio** (com um efeito de **0.25% do PIB em redução de despesa**, sobretudo na saúde e subsídios, segundo a *Troika*).

A obtenção das metas de 2012 e 2013 no novo cenário macroeconómico exige medidas com um impacto estimado de 5.1% do PIB e centradas no lado da despesa, responsável por dois terços desse ajustamento. **As medidas são especificadas de forma bastante detalhada** nos memorandos de entendimento, **embora seja deixada alguma margem para a definição de políticas que não comprometam as metas.**

Nas medidas do lado da **despesa** (3.4% do PIB em 2012 e 2013), destaca-se:

- **o congelamento de salários na função pública e das pensões até 2013** (excepto nas pensões mais reduzidas) e limitações nas promoções;
- a **redução dos efectivos** da Administração Central (1%/ano) e das administrações regionais e locais (2%/ano) através da substituição parcial;
- a **contribuição especial sobre pensões acima dos 1500 euros**;
- o **controlo apertado dos custos na Saúde, na Educação e na Defesa**;
- a **redução de custos** com os sistemas de benefícios **de saúde na Administração Pública**;
- a **racionalização da Administração Pública**;
- a **redução da despesa com benefícios sociais** não contributivos;
- a **redução de custos no Sector Empresarial do Estado e Serviços e Fundos Autónomos**;
- a **redução de transferências** para autarquias e regiões autónomas;
- a **redução de despesas de capital.**

Nas medidas do lado da **receita** (1.7% do PIB em 2012 e 2013), destaca-se:

- o **congelamento de todos os benefícios fiscais**;
- a **revisão e limitação dos benefícios e deduções fiscais de IRS** (limite global, diferenciado por escalão de rendimento, para as deduções de saúde, educação e habitação, e eliminação gradual desta última; redução do número de itens sujeitos a dedução; rever a tributação do rendimento em espécie) e **IRC**;
- a **limitação da redução de impostos nas regiões autónomas** (para um máximo de 20% face às taxas de IVA, IRS e IRC aplicadas no Continente);
- a **conclusão do processo de convergência no regime de IRS de pensões e rendimentos do trabalho**; englobamento de todas as transferências sociais em sede de **IRS**;
- a **revisão da estrutura de taxas do IVA (redução das isenções; revisão da lista de bens e serviços com taxas reduzidas e intermédias; no caso do gás e electricidade, deixa de ser aplicada a taxa reduzida) e, se**

necessário, o seu aumento, de modo a compensar a redução da Taxa Social Única paga pelas empresas (**Desvalorização Fiscal** – ver ponto (i));

- a **revisão dos impostos específicos sobre o consumo** (tabaco, automóveis, electricidade) e a **sua indexação à inflação**;
- o **combate à informalidade e evasão fiscal**;
- o **aumento da tributação sobre os imóveis** através da reavaliação do valor patrimonial e da redução das isenções temporárias do IMI; reequilíbrio gradual da tributação sobre imóveis (reforço das taxas de IMI e descida no caso do IMT).

(iii) Estabilidade do Sector Financeiro

A terceira prioridade é assegurar a estabilidade do sistema financeiro, para que esteja em condições de financiar a economia. São tomadas medidas de precaução com vista a restaurar a confiança dos mercados (nomeadamente assegurar o cumprimento tranquilo dos *stress tests*) e garantir um processo de desalavancagem gradual da economia:

- **Manutenção da Liquidez do Sistema:** reforço do limite máximo para concessão de garantias pessoais do Estado ao sector financeiro, de 20 mil m.e. para 35 mil m.e.;
- **Desalavancagem:** fixação de objectivos de desalavancagem para os bancos e elaboração de planos de financiamento que garantam um recurso estável ao financiamento de mercado, salvaguardando o impacto na economia;
- **Requisitos de capital:** reforço dos rácios de capital *core Tier 1* para 9% até final de 2011 e 10% até final de 2012. Aumento do limite máximo previsto para a recapitalização pública das instituições de crédito para 12 mil m.e.; a atribuição deste fundo será efectuada garantindo a maioria do capital privado e a opção de recompra da posição assumida pelo Estado;
- **Reforço da monitorização do BdP;**
- **Reforço da supervisão e regulação bancárias do BdP;**
- **BPN:** resolução do processo, por via de venda acelerada, e assunção pelo Estado, no âmbito do programa, das responsabilidades perante a CGD;
- **Venda de activos não estratégicos da CGD;**
- **Regime de saneamento e liquidação das instituições de crédito:** reforço dos mecanismos de intervenção precoce e reestruturação, de forma a melhor promover a estabilidade financeira e protecção dos depositantes.
- **Fundos de garantia de depósitos:** reforço da protecção dos depositantes;
- **Reestruturação de dívida de empresas e famílias:** revisão do código da insolvência e legislação fiscal;
- Criação de uma *task force* para a **monitorização do endividamento do sector empresarial e famílias.**